Newsletter IHP

Aktuálne témy hlavne v oblasti verejných financií

Vydáva Inštitút hospodárskej politiky ISSN 1338-3647 www.ihp.sk ◆ číslo 6 ◆ jún 2011

DÔVERA JE ZÁKLAD

Slovenský parlament bude na tohtoročnej júnovej schôdzi rokovať o dvoch novelách zákonov, ktoré sú z hľadiska sociálnej oblasti jedny z najdôležitejších. Je to zákonník práce a zákon o starobnom dôchodkovom sporení. Zatiaľ, čo prvý z nich sa týka ľudí, ktorí ešte pracujú, ten druhý je o občanoch, ktorí budú poberať svoj dôchodok. Aspoň všetci tak dúfame. Zákony sami o sebe nikdy nemôžu vyriešiť ekonomickú podstatu, ktorú regulujú. Môžu však vytvoriť predpoklady pre jej pozitívne riešenie alebo naopak, môžu ju poškodiť.

Zvlášť pri druhom pilieri platí, že ak má byť úspešný, tak je nevyhnutné, aby mu ľudia verili. Tí, ktorí ako prví majú pozitívne vplývať na jeho dôveryhodnosť, sú politici, ktorí v poslaneckých laviciach rozhodujú o tom, ako má vyzerať. Avšak už niekoľko rokov sme my, sporitelia, divákmi toho, ako sa politici predbiehajú v znižovaní jeho dôveryhodnosti. Súčasní vládni predstavitelia nám hovoria o „veľkej dôchodkovej lúpeži" a tí minulí vládni nám hovorili o tom, koľko nám druhý pilier vzal. Suma-sumárum, stále je to o tom istom.

Druhý pilier od svojho vzniku neprestal byť témou, kedy si politici z oboch táborov, raz z jedného a raz zas z druhého, dokazujú svoju pravdu. Alebo ego? Je už čas, aby druhý pilier a vôbec celý penzijný systém sa stal stabilným a teda výsledkom spoločenskej zhody naprieč politickým spektrom. Som presvedčený, že 1,4 milióna ľudí sú dostatočnou silou, aby si to uvedomili aj tí 150 poslanci, ktorí rozhodujú o ekonomickej podstate penzijného systému, ktorý sa meria na neporovnateľne dlhšie obdobie, ako sú štyri roky vládnutia.

František Palko
riaditeľ Inštitútu hospodárskej politiky

Výhodnosť novej podoby druhého piliera s otáznikmi

Na pôde parlamentu sa v čase dovolenkovej sezóny začína diskutovať o zmenách v systéme starobného dôchodkového sporenia. V druhom pilieri si šesť rokov po jeho vzniku sporí okolo 1,5 milióna ľudí, hodnota ich úspor predstavuje asi 4,2 mld. EUR. Návrh zmien, s ktorými súhlasila vláda, však nemá podporu všetkých poslancov vládnej koalície.

Hlavným dôvodom, prečo chce vládna koalícia zásadne meniť pravidlá sporenia na dôchodok, je pomenovaný už v jej programovom vyhlásení. Súčasťou druhého piliera sú „deformácie", ktoré do systému dostala predchádzajúca vláda v čase, keď na finančných trhoch vrcholila panika z krízy, ktorú naštartovali problémy na americkom hypotekárnom trhu.

ODSTRAŇOVANIE DEFORMÁCIÍ

Navrhované zmeny sa dotknú prevažnej časti sporiteľov v druhom pilieri. Zo súčasných rastových a vyvážených fondov majú byť odstránené garancie, ktoré sú podľa navrhovateľov hlavnou prekážkou výraznejšieho zhodnocovania ich úspor na dôchodok. K trojici existujúcich dôchodkových fondov bude musieť každá z dôchodkových správcovských spoločností (DSS) pridať nový, indexový fond.

Pokračovanie na str. 2 - 3

F. Palko, riaditeľ IHP, krstí knihu M. Nalevanka „Nevpustite krízu do svojej peňaženy" spolu s herečkou E. Čobejovou.

Zmeňme prázdne reči o využití zdrojov z druhého piliera na skutočnosť

Ambíciou pripravovaných zmien v systéme starobného dôchodkového sporenia je podľa ich tvorcov aj vytvorenie podmienok pre financovanie diaľnic a rýchlostných ciest z úspor sporiteľov v dôchodkových fondoch. Zámer využiť dlhodobé zdroje, ktoré sa akumulujú v druhom pilieri, sa dostal aj do programového vyhlásenia vlády. Táto myšlienka sa z času na čas objaví a po čase opäť zhasne. Je to škoda, pretože v tomto prípade ak sa príležitosť zmení na skutočnosť, môžu byť spokojní všetci. Štát, že môže získať zdroje na dlhšie časové obdobie. Sporitelia, že budú mať svoje úspory alokované v relatívne bezpečných investí-

Pokračovanie na str. 3

Dokončenie zo str. 1

Sporiť si na dôchodok bude po novom kvázi-povinné – klientmi DSS sa mladí ľudia, vstupujúci na trh práce, budú stávať automaticky, každý z nich však dostane možnosť vrátiť sa do výlučne priebežného systému.

Logickým predpokladom navrhovaných zmien je to, že po odstránení garancií by výnosy v druhom pilieri mali byť výrazne vyššie, ako v posledných rokoch. Podľa nášho názoru to však zďaleka nemusí byť tak. Architektúra, teda nastavenie možností výberu v druhom pilieri, neumožní DSS efektívne rozlíšiť rizikové preferencie konkrétnych sporiteľov. Výsledkom takéhoto prístupu bude situácia, kedy DSS budú mať v rizikových fondoch aj takých klientov, ktorí budú preferovať konzervatívny prístup k investovaniu, no z rôznych dôvodov nevyvinú žiadnu vlastnú aktivitu na to, aby svoje úspory presunuli z riskantnejších do bezpečnejších fondov.

IRACIONALITA SPORITEĽOV

Vo vynovenej podobe budú DSS svojim klientom ponúkať štyri základné typy dôchodkových fondov – jeden s garanciou toho, že nominálna hodnota ich úspor nebude časom klesať a v prípade strát ich DSS budú musieť zaplatiť z vlastných zdrojov. Ďalšie tri fondy budú v porovnaní s garantovaným rizikovejšie. Do ich majetku budú DSS môcť nakupovať aj akciové investície, ktoré znamenajú vyššie riziko strát, no zároveň aj možnosť dosiahnutia vyšších výnosov.
V ideálnom prípade by nová štruktúra druhého piliera mala jednoznačne rozdeliť sporiteľov do dvoch hlavných skupín – na rizikovo averzných, so žiadnou (alebo len minimálnou) vôľou podstupovať riziko strát a na tých, ktorí takéto riziko ochotne podstúpia. Nízka úroveň vedomostí, ktoré sú súčasťou tzv. finančnej gramotnosti a preukázateľne vysoká miera nezáujmu sporiteľov o dianie v dôchodkovom systéme sú podľa nás dva hlavné dôvody, kvôli ktorým bude výsledný stav odlišný od želaného. V rastových a vyvážených dôchodkových fondoch ostanú aj naďalej sporitelia, ktorí síce budú rizikovo averzní, no súčasne aj príliš „leniví“ na to, aby svoj stav zmenili.

VYŠŠIE VÝNOSY NEBUDÚ AUTOMATICKÉ

Za takýchto okolností budú DSS prinútené prispôsobiť spôsob investovania spomínanej realite. Výsledkom nebudú optimálne investičné stratégie, ale hybridný prístup, usilujúci o niečo riskantnejšie investovanie ako doposiaľ, no súčasne aj konzervatívne. Podobná situácia nebude v slovenskom dôchodkovom systéme nová. Rastové aj vyvážené fondy mali od zavedenia systému starobného dôchodkového sporenia relatívne vysoké limity pre investovanie na riskantnejších akciových trhoch, DSS ich však reálne nikdy nevyužili a k existujúcim obmedzeniam sa ani len nepriblížili. Jedným z dôvodov, ktoré by ich správanie mohlo vysvetliť, je nehomogénnosť sporiteľov a ich preferencií. Inými slovami, nie každý sporiteľ v rastovom fonde bol ochotný riskovať aj straty, výskyt ktorých je pri investovaní na akciových trhoch v krátkom horizonte (napr. do jedného roka) nielen možný, ale aj pravdepodobný.

Odstránenie garancií a uvoľnenie investičných pravidiel nemusí automaticky znamenať aj výrazne vyššie výnosy. Po príklad netreba chodiť ďaleko, stačí sa pozrieť na tretí, dobrovoľný dôchodkový systém. Sporenie v doplnkových dôchodkových spoločnostiach funguje na rovnakom princípe ako druhý pilier, na rozdiel od DSS majú správcovia doplnkových fondov výrazne voľnejšie ruky. A žiadnu povinnosť garantovať klientom toto, že o svoje peniaze neprídu.

Podľa štatistík centrálnej banky dosiahli DSS v minulom roku pri správe konzervatívnych, rastových a vyvážených dôchodkových fondov výnosy od 0,8 do 1,9 %. Interval výnosov bol identický pre všetky fondy, v priemere však sporitelia dosiahli výnos 1,2 %. Liberálnejšie upravený dobrovoľný systém dosiahol len o málo lepšie výsledky. Výnosy v príspevkových fondoch, ktorých účelom je aktívne zhodnocovanie na finančnom trhu, zarobili v roku 2010 v priemere 1,9 %, prísnejšie regulované (no stále bez explicitných garancií) výplatné fondy zarobili 1,5 %.

OTÁZNY EFEKT ODPLÁT

Čiastočným dôvodom na skepticizmus pri odhadovaní budúcich výnosov novej podoby druhého piliera je mechanizmus odplát. Ich princíp je jednoduchý – DSS budú v rastových a vyvážených fondoch zarábať len vtedy, keď budú rásť výnosy sporiteľov v týchto fondoch. Dôvodom je uplatnenie princípu tzv. high-water mark, štandardne používaného spôsobu odmeňovania manažérov najriskantnejších hedge fondov, usilujúcich sa o maximálne zhodnotenie spravovaných aktív. Pri takomto spôsobe odmeňovania majú správcovia nárok na odmenu len vtedy, keď zarábajú aj ich klienti.

To, čo na prvé počutie znie ako spravodlivý spôsob odmeňovania DSS („Snáď nechcú odmenu za to, že výsledkom ich snahy bude strata!“), bude zrejme druhým dôvodom vedúcim k vyššej miere konzervativizmu a opatrnosti pri investovaní. Poplatky za správu dôchodkových fondov sú podľa zákona jediným prípustným zdrojom príjmov pre DSS. Je preto logické predpokladať, že správcovia sa budú v prvom rade usilovať o to, aby tieto poplatky boli ich pravidelným príjmom. Aby tomu tak bolo, budú sa musieť vyhnúť naozaj rizikovejším akciovým investíciám, ktoré sú síce dlhodobo najvýnosnejšie, no kolísavosť ich cien (volatilita) zvyšuje riziko toho, že v niektorých mesiacoch by DSS nevznikol nárok na žiadnu odmenu.

VEĽKÉ PLUS – INDEXOVÉ FONDY

Ak by medzi navrhovanými zmenami mali ekonómovia a finančníci vybrať jednu, ktorá môže byť pre sporiteľov najvýraznejším plusom, veľká časť z nich by pravdepodobne za takúto označila zavedenie indexových fondov. V ich prospech hovoria štatistiky jednoznačne – prevažnej väčšine aktívne spravovaných fondov sa nepodarí dosiahnuť takú úroveň výnosov (zhodnotenia), ako benchmarkových indexom. Fondy, ktorých zloženie kopíruje niektorý zo štandardných indexov, si nevyžadujú hĺbkové a nákladné analýzy finančných trhov. Sú preto lacnejšou (a výhodnejšou) alternatívou aktívne riadených fondov.

Kto je Michal Nalevanko...

Výkonný riaditeľ poradenskej spoločnosti The Benchamrk Research and Constultansy. Jeho spoločnosť pôsobí v oblasti analýz pre klientov najmä z finančného sektora. V rokoch 2002 až 2008 pracoval na Ministerstve práce, sociálnych vecí a rodiny SR na príprave a zavedení reformy dôchodkového systému a bol členom medzinárodných pracovných skupín pri Európskej komisii a OECD. Je autorom knihy „Nevpustite krízu do svojej penaženky“, ktorej krstným otcom je František Palko, riaditeľ IHP. Desať rokov sa venuje investovaniu na finančných trhoch.

Ministerstvo práce ako predkladateľ nových zmien v pravidlách sporenia na dôchodok správne argumentuje tým, čo už bolo spomínané na inom mieste. Klientmi DSS sú zväčša ľudia, ktorí v skutočnosti nemajú ani len základné vedomosti o pravidlách investovania a druhý pilier je na okraji ich záujmu. Navyše, v skutočnosti by určite privítali vyššie výnosy a boli by ochotní aj riskovať.

Kým s tvrdením z predchádzajúcej vety možno polemizovať, s návrhom riešenia takejto situácie možno nesúhlasiť určite. Ak totiž sporiteľ, ktorý je dnes v rastovom alebo dôchodkovom fonde, nevyvinie žiadnu aktivitu, ostane automaticky v tom istom fonde. Ten bude fungovať ako aktívne riadený fond so zodpovedajúcou výškou poplatkov (budú vyššie) a s ostatnými nevýhodami v porovnaní s indexovými fondmi (výnos bude nižší).

Ak je záujmom tvorcov zmien výhodne „ošetriť" sporiteľov bez záujmu o to, čo sa s ich úsporami deje, ich úspory by mali byť automaticky prevedené práve do fondu, v ktorom je úroveň poplatkov nižšia a pravdepodobnosť lepších výnosov vyššia ako kdekoľvek inde. To je práve prednosť indexových fondov pred aktívne riadenými fondmi, ktoré nahradia dnešné rastové a vyvážené fondy. To, že návrh s takýmto mechanizmom presunu vôbec nepočíta, bude v konečnom dôsledku na škodu práve neaktívnej väčšiny sporiteľov.

INVESTOVANIE DO REALÍT

Otáznou možnosťou navrhovaných pravidiel je aj rozšírenie možností DSS investovať majetok sporiteľov do tzv. špeciálnych podielových nehnuteľností fondov. Snaha prísť s takouto možnosťou nie je nová, usilovala sa o to aj predchádzajúca vláda. Vtedy však tento zámer narazil na odpor NBS, ktorá požiadala o vylúčenie tejto možnosti v záujme ochrany sporiteľov.

Problémom takýchto fondov je režim ich fungovania. Neponúkajú komfort ako iné fondy, ktorých sa investori môžu zbaviť hoci aj na druhý deň po ich kúpe. Spoločnosti, ktoré takéto fondy spravujú, majú možnosť obmedziť ich spätný predaj na relatívne dlhú dobu. Problémom je aj určovanie ich hodnoty, ktoré sa robí zvyčajne len pár krát do roka a na rozdiel od štandardných podielových fondov je vysoko netransparentné.

Špeciálne podielové fondy nehnuteľností nepatria na Slovensku k vyhľadávaným investičným nástrojom. Tomu zodpovedá aj ich ponuka – ich počet na trhu je len jednociferné číslo. Ak majú DSS investovať peniaze svojich klientov transparentným a dôveryhodným spôsobom, podobné možnosti by nemali čo hľadať na zozname akceptovateľných nástrojov.

Bez ohľadu na kvalitu navrhovaných zmien sú očakávania ich efektu relatívne veľké. Čiastočne k tomu prispievajú aj ich tvorcovia, keď pred médiami vypočítavajú astronomické sumy, o ktoré sporitelia prišli v dôsledku dnešného stavu. Svoj „podiel viny" má v takýchto diskusiách zrejme aj to, že za dva roky od marca 2009, kedy vyspelé akciové trhy po celom svete siahli na svoje dno, hodnota akcií enormne narástla. Veľký optimizmus posledných rokov automaticky robí diskusie o garanciách a rizikách takmer spiatočnícke.

Michal Nalevanko
výkonný riaditeľ, The Benchamrk Research and Constultansy

Zmeňme prázdne reči o využití zdrojov z druhého piliera na skutočnosť

Dokončenie zo str. 1

ciách, pričom ako občania to pocítia aj na vyššom komforte pri cestovaní autom, či autobusom v podobe dobudovaných diaľnic a rýchlostných ciest. Napokon aj dôchodkové správcovské spoločnosti, ktoré by mohli byť spokojné, čo sa týka rizika a výnosu investícií sporiteľov a aj svojej odplaty.

Navrhnuté zmeny investičných pravidiel pre dôchodkové správcovské spoločnosti a odstránenie garancií teoreticky vytvárajú priestor pre investície do dlhopisov s dlhšou dobou splatnosti. K ich využitiu však nemusí dôjsť v očakávanom rozsahu a už vôbec nie za podmienok, tak ako už bolo viac krát deklarované, výhodnejších pre štát. Dôvodom je, že v dôchodkových fondoch sa investovanie do štátnych dlhopisov s dlhšou dobou splatnosti môže riadiť len podľa trhových podmienok, a teda nie je tu žiadny priestor ani dôvod na poskytnutie výhodnejších podmienok pre financovanie štátneho dlhu.

Efektívnejším spôsobom získania potrebných finančných zdrojov na infraštrukturálne projekty by bolo vytvorenie možnosti priameho úverovania štátu zo zdrojov v druhom pilieri. Takáto investícia má potenciál na to, aby pri zabezpečení optimálnej garančnej schémy vo fondoch priniesla sporiteľom vyšší výnos. Pre štát by táto možnosť znamenala príležitosť pre získanie dlhodobých finančných zdrojov, ktorých ponuka na trhu je nízka. Pre dôchodcovské správcovské spoločnosti by možnosť poskytovania úveru pre štát predstavovala atraktívny investičný nástroj pre garantované fondy, ktorý by v porovnaní s inými investičnými nástrojmi dosahoval vyšší výnos a súčasne by aj pre správcov vytváral dostatočný priestor na ošetrenie rizika súvisiaceho so zabezpečovaním garancie pozitívneho výnosu.

Takýto spôsob získania dlhodobých finančných zdrojov by bol z hľadiska nákladovosti výhodnejší pre štát a umožnil by aj garantované dosahovanie vyšších výnosov pre sporiteľov, a to najmä vo fondoch, v ktorých aj v budúcnosti ostanú garancie. Hlavným predpokladom je, že pre správcov musia byť vytvorené pravidlá, ktoré im umožnia nakladať s majetkom vo fondoch s odbornou starostlivosťou, na základe slobodnej voľby a zohľadňujúc nevyhnutnosť diverzifikácie portfólia.

Objem takto získaných prostriedkov sa môže pohybovať do 30 % hodnoty aktív v dôchodkových fondoch, v závislosti od úverových podmienok. Za prepokladu, že objem aktív je na úrovni okolo 4,2 mld. eur a ročný nárast je na úrovni zhruba 700 mil. eur, ku koncu roku 2014 by sa úverová kapacita týchto zdrojov mohla pohybovať v rozpätí 1,2 až 2 mld. eur Tento predpoklad platí, ak by v dôchodkových fondoch aj naďalej existoval modifikovaný systém garancií, zodpovedajúca úroveň a štruktúra poplatkov a v rámci úverovej zmluvy a existujúcej legislatíve by sa ošetrili všetky riziká, ktoré s týmto nástrojom objektívne existujú.

Úvahy o tom, že zapojenie zdrojov z druhého piliera by bolo možné cez vydanie dlhopisov, ktorých emitentom by bola Národná diaľničná spoločnosť, a.s., sú scestné. Jednak z hľadiska jej finančnej sily by sa nemohla stať emitentom cenných papierov, ktoré by mohli byť prijaté na regulovaný trh burzy cenných papierov a jednak kvôli komplikáciám pri preceňovaní jej dlhopisov v portfóliách dôchodkových fondov. Bez štátnej záruky by dlhopisy NDS boli rizikovou investíciou, pričom štátna záruka celý proces môže len skomplikovať. Východisko treba aj preto hľadať v priamom úvere syndikovaného typu medzi štátom a dôchodkovými správcovskými spoločnosťami.

Dnešná legislatíva, rovnako ako aj navrhnuté legislatívne úpravy, ktoré sú aktuálne v Národnej rade Slovenskej republiky, prakticky neriešia možnosť využitia zdrojov z druhého piliera pre infraštrukturálne projekty štátu. Ak by sa mali teda reči zmeniť na skutky, musela by sa upraviť aj legislatíva. Pochybuje dnes ešte niekto, že už je najvyšší čas?

František Palko, IHP

Investovanie a tolerancia finančných rizík na Slovensku

Svätým grálom každého investora je výnos. Podľa pravidla „čím väčší, tým lepší“. Ako ho však dosiahnuť? O výnose z investícií rozhodujú v podstate len tri veci, a to: alokácia aktív, načasovanie a tiež schopnosti investičného manažéra. Navzdory rôznym mýtom o „zázračných“ portfólio manažéroch je najdôležitejším faktorom výnosu alokácia aktív. Tá rozhoduje až o 91% výnosu. Ak niekto investuje do termínovaného vkladu, žiadny zázračný manažér z tejto investície v dlhodobom priemere nevyžmýka výnos vyšší ako inflácia.

ČO MÔŽEME OČAKÁVAŤ?

Vyššie výnosy možno očakávať od rizikových a dlhodobých finančných nástrojov, ako sú napríklad akcie, ale aj rôzne zmiešané podielové fondy, či exotické finančné nástroje typu finančných futurít a opcií. Nasledujúca tabuľka ilustruje, aké výnosy by dosiahol investor na európskych finančných trhoch v období štyroch desaťročí (1969-2010). Všetky výnosy sú prepočítané na jeden rok a to dvoma spôsobmi. Jednoduchý spôsob dostaneme pri jednoduchom vydelení celkového výnosu počtom rokov. Anualizovaný 10-ročný výnos dostaneme tak, že vypočítame priemerný ročný výnos zo všetkých 10 ročných období (napríklad február 1999 - február 2009) a do úvahy zoberieme aj efekty zloženého úrokovania (t.j. budeme brať do úvahy aj úroky z úrokov). Z toho dôvodu napríklad priemerný jednoročný výnos z vládnych dlhopisov so splatnosťou 5 až 10 rokov je 6,2%, kým anualizovaný výnos až 8,1%. Podobné efekty zloženého úrokovania platia aj pre akcie. Kým priemerný ročný výnos činil 9,3%, anualizovaný až 12,4%. Rozdiel bol spôsobený akumuláciou dividend.

Anualizovaný výnos z akcií (12,4%) je omnoho vyšší ako výnos z termínovaných vkladov

(5,2%) Prečo teda ľudia húfne neinvestujú do rizikových akcií? Veď tam by sa im zhodnotili peniaze omnoho lepšie? A nemali by aj dôchodkové správcovské spoločnosti investovať hlavne do akcií?

PREČO ĽUDIA VŽDY NECHCÚ ZARÁBAŤ?

Základným investičným pravidlom je, že vysoký výnos je nerozlučne spojený s vysokým rizikom. Riziko však nie je pre každého. Väčšina ľudí uprednostní malý výnos s nízkym rizikom. Tento fakt si všimli výskumníci už v 19. storočí. Dnes vieme, že akceptácia finančného rizika je u ľudí veľmi rôzna a závisí od mnohých okolností. Najdôležitejšiu úlohu zrejme hrajú genetické faktory a demografické charakteristiky (ako najmä vek, pohlavie, zamestnanie).

V USA robí už od 60-tych rokov minulého storočia americká centrálna banka Prieskum spotrebiteľských financií (Survey of Consumer Finance, SCF). Prieskum sa zaoberá tým ako Američania peniaze zarábajú a zarobené peniaze investujú do rôznych finančných produktov. Jedna z otázok sa týka postoja spotrebiteľov k finančnému riziku. Klasická otázka znie: „Zakrúžkujte odpoveď, ktorá najviac vystihuje vaše správanie, keď investujete, alebo vkladáte peniaze do banky“:

(1) Som ochotný akceptovať vysoké finančné riziko, aby som dosiahol vysoký finančný zisk?

(2) Som ochotný akceptovať nadpriemerné finančné riziko, aby som dosiahol nadpriemerný finančný zisk?

(3) Som ochotný akceptovať priemerné finančné riziko, aby som dosiahol priemerný finančný zisk?

Kto je Vladimír Baláž...

Vedecký pracovník Prognostického ústavu Slovenskej akadémie vied. Absolvoval viacero stáží a zamestnaní na univerzitách v Nemecku, Japonsku a Veľkej Británii. V súčasnosti pôsobí ako národný expert vo viacerých expertných skupinách Európskej komisie s tematikou poznatkovej ekonomiky. Na Slovensku sa venuje výskumu v oblasti behaviorálnej ekonómie a financií. Je autorom monografie: „Riziko a neistota-úvod do behaviorálnej ekonómie a financií“.

Typické nominálne priemerné ročné výnosy z vybraných aktív v Eurozóne (% p.a.) za 40 rokov

Dĺžka investície:	1 rok	10 rokov, p.a.
Bankové vklady	5,1	5,2
Vládne dlhopisy, splatnosť 1-3 roky	4,6	6,2
Vládne dlhopisy, splatnosť 5 -10 rokov	6,2	8,1
Akcie, Európa	9,3	12,4

Zdroj: Dlhopisy: The Merrill Lynch index, 1-3 Year a 5-10 Year Euro Sovereign, Akcie: MSCI Europe, vrátane údajov o dividendách. Efekt poplatkov bol modelovaný prostredníctvom Total expense ratio (TER) na úrovni 1,8% p.a. pri akciách a 1,5% pri dlhopisoch. Vklady: Výnosy z 1-ročných termínovaných vkladov pre domácnosti a malé a stredné podniky v retailových bankách krajín Eurozóny. Údaje za indexy Merrill Lynch sú za roky 1972-2010 ostatné za roky 1969-2010

INŠTITÚT HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

(4) Nie som ochotný akceptovať finančné riziko?

Podiel ľudí odmietajúcich akékoľvek riziko je okolo 40%, podiel ľudí akceptujúcich priemerné riziko je okolo 37%. Podiel ľudí schopných akceptovať nadpriemerné a vysoké finančné riziká je relatívne nízky a spravidla nepresahuje štvrtinu populácie. Čo je pozoruhodné, podiely jednotlivých kategórií sú pozoruhodne stále a v čase sa menia len veľmi málo.

Podobný prieskum sme robili aj na Slovensku (v rámci Slovenského prieskumu investičného správania, SPIS) a výsledky boli veľmi podobné (Graf 1). Nemuselo nás to prekvapiť, Homo sapiens je všade rovnaký a podobné podiely ľudí, akceptujúcich resp. odmietajúcich finančné riziká, sa namerali aj v iných krajinách sveta. Mimochodom, otázku o tolerancii finančných rizík sme dávali slovenským respondentom v rôznych podobách, vrátane numerických hodnôt ziskov a strát. Výsledky boli veľmi podobné. Investíciu do akcií, ktorá by mohla vyústiť do straty 35-50% hodnoty, by na Slovensku akceptovalo len 2,8% ľudí. Veľká väčšina ľudí jednoducho nemá riziko rado a to sa týka nielen financií, ale aj podnikania či iných rizikových aktivít. Pravda, existujú veľké rozdiely v tolerancii rizík medzi jednotlivými ľuďmi, ale aj sociálnymi a demografickými skupinami (Graf 2). Vo všeobecnosti sú k rizikám tolerantnejší muži viac ako ženy, mladí ľudia viac ako starší, ľudia s vyšším vzdelaním viac ako stredoškoláci a podnikatelia viac ako zamestnanci (bližšie k výsledkom SPIS v knihe V. Baláž „Riziko a neistota“). Tieto triediace kategórie však nemožno aplikovať mechanicky. U každého investora treba jeho odolnosť voči rizikám starostlivo odmerať, čo napokon predpisujú aj smernice Európskej komisie.

Hodnotenie tolerancie, či averzie investora k riziku patrí k najdôležitejším krokom pri voľbe investičnej stratégie. Nie je dôležité len pre klienta, ale aj pre samotného finančného poradcu, pretože ide o uplatnenie profesionálneho prístupu a do istej miery chráni finančného poradcu alebo správcovskú spoločnosť pred sťažnosťami klienta v prípade nepriaznivého vývoja investície. Nesmieme zabúdať, že tolerancia/averzia voči riziku má závažné dôsledky pre konštrukciu portfólia a vývoj výnosov v čase. Do plusu aj do mínusu.

INVESTOVANIE NIE JE LOV NA MAMUTA

Ale predsa len, nie je základnou povinnosťou investičného správcu zarobiť klientovi čo najviac, bez ohľadu na rizikový profil klienta? Veď v dlhodobom výhľade klient zarobí.

Nízka tolerancia finančných rizík môže mať pre menej odolných investorov fatálne následky. Predstavme si, že počas nasledujúcich 10-20 rokov príde ešte hlbšia finančná kríza ako tá, ktorá nás postihla v roku 2008, pričom zo štatistického hľadiska nejde o ojedinelú udalosť. Ak akciové indexy zostanú na minimách nie jeden rok, ale niekoľko rokov, investori sa môžu splašiť a odísť z rizikovej investície práve vtedy, keď bude trh na dne. Po obrate na trhu už investor svoju stratu nikdy nedoženie.

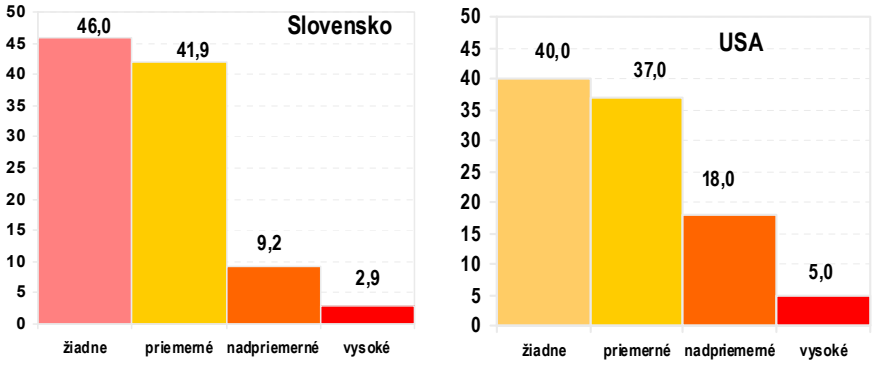
Okrem toho musíme uvážiť ešte jeden fakt. Výrazne vysoké výnosy z európskych finančných trhov, uvedené v tabuľke, čo dokumentujú aj ešte významnejšie výnosy z amerických finančných trhov, nemusia byť typické. Zoberme si napríklad japonský akciový trh, ktorý dve desaťročia po krachu je stále v strate 50%. A poznáme aj desiatky trhov, ktoré jednoducho zanikli a investori na nich odpísali celých 100% investície. Skrátka, investovanie okrem výnosov nevyhnutne prináša aj zlé situácie.

Masové investovanie nie je lov na mamuta. Nie je povinnosťou finančného poradcu zarobiť klientovi čo najviac peňazí. Povinnosťou je nájsť také nástroje, s ktorými sa klient cíti komfortne, a to aj za cenu nižšieho výnosu. Dôležité je, aby klient finančného poradcu alebo investor v dôchodkovom fonde v zlých časoch nespanikáril a nechal svoje peniaze pracovať.

Vladimír Baláž
Prognostický ústav SAV

Percento populácie tolerujúcej rôzne druhy finančných rizík v USA a na Slovensku.

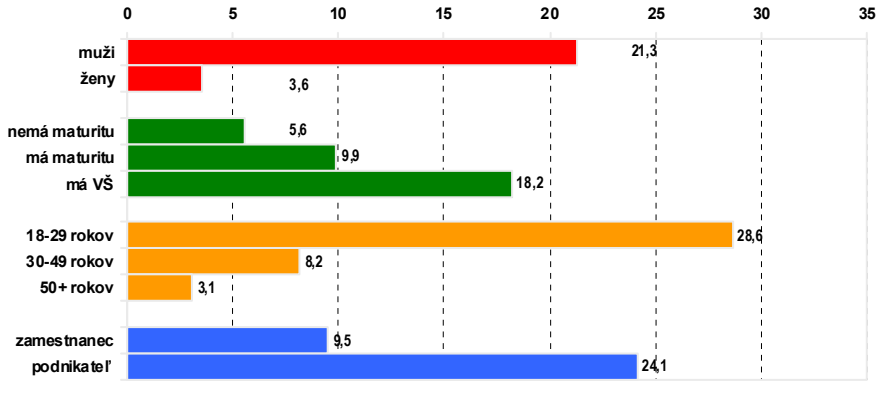
(v %)



zdroj: SPIS

Percento ľudí akceptujúcich „nadpriemerné“ a „vysoké“ finančné riziko v SR

(v %)

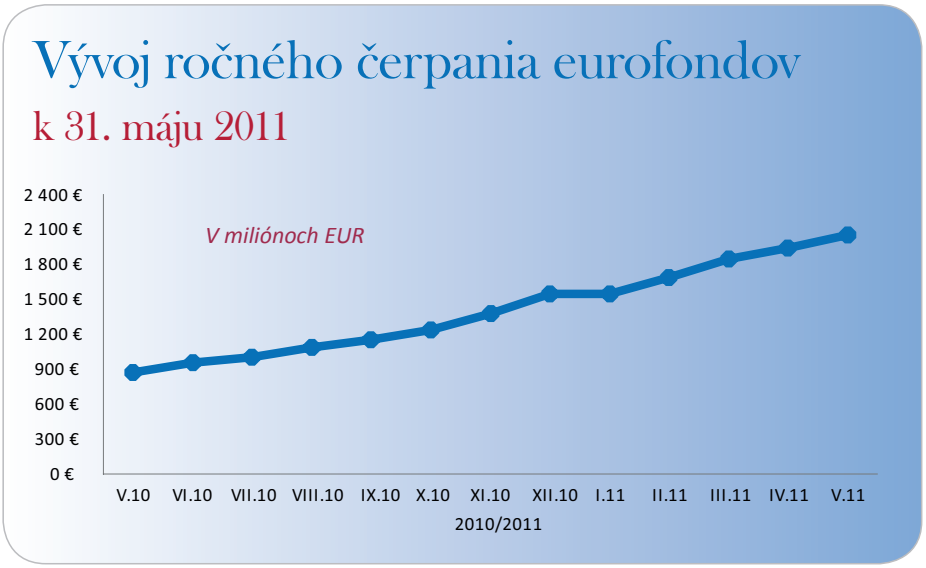


zdroj: SPIS

Posledné mesiace tohto roka prehĺbili spánok eurofondov

VÝVOJ ROČNÉHO ČERPANIA EUROFONDOV K 31. MÁJU 2011

Počas roka k 31. máju 2011 Slovensko vyčerpalo zo štrukturálnych fondov v rámci Národného strategického referenčného rámca pre roky 2007 až 2013 sumu vo výške 1,2 mld. eur. Doteraz sme čerpali od začiatku nového programového obdobia sumu 2,1 mld. eur, čo tvorí necelých 18% disponibilného objemu zdrojov, pričom v čerpaní sme už v druhej polovici obdobia. Za prvých päť mesiacov tohto roka došlo k nárastu čerpania eurofondov len o 4,5%. Ak by sme touto dynamikou pokračovali naďalej, do konca programového obdobia nevyčerpáme ani tri štvrtiny zdrojov, ktoré máme k dispozícii zo štrukturálnych fondov. Pokiaľ ide o čerpanie zo záväzku z roku 2008, ktorý je nevyhnutné vyčerpať do konca roku 2011, tak v operačnom programe Informatizácia spoločnosti môžeme prísť takmer o 25 mil. eur. V prípade ostatných operačných programov je záväzok z tohto obdobia už vyčerpaný. Z hľadiska čerpania prostriedkov z eurofondov ide prakticky o dobeh starých projektov z uskutočnených výziev spred júna 2010.

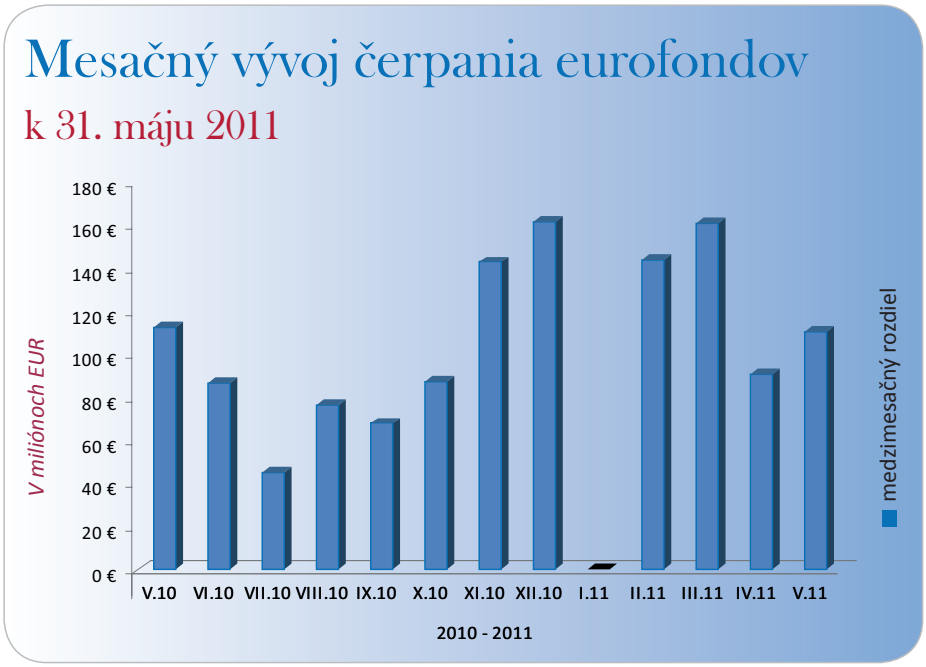


MESAČNÝ VÝVOJ ČERPANIA EUROFONDOV K 31. MÁJU 2011

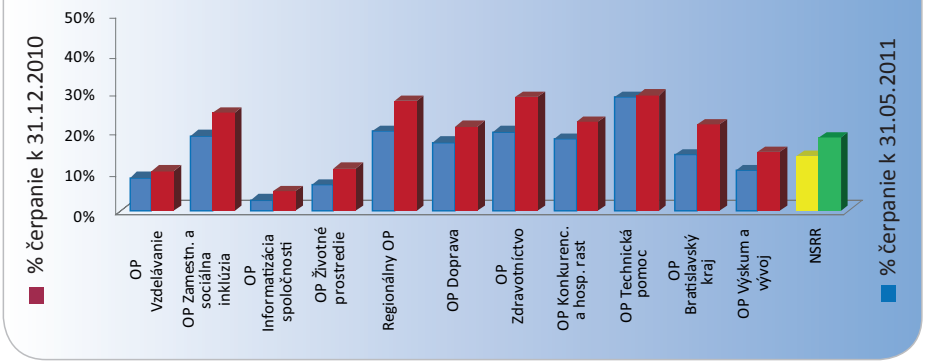
V sledovanom období pri mesačnom vyjadrení čerpania prostriedkov zo štrukturálnych fondov v rámci Národného strategického referenčného rámca možno sledovať, že k významnejšiemu nárastu dynamiky čerpania došlo od októbra 2010. Január bol už tradične mesiacom v roku, v ktorom čerpanie z dôvodu technologickej prestávky v štátnej pokladnici neprebieha. Február a marec 2011 naznačoval zvýšenie dynamiky čerpania eurofondov, avšak apríl a máj tieto tendencie jednoznačne poprel, keď medzimesačný nárast nedosiahol ani jedno percento. Navyše pri porovnaní mája 2011 s tým istým obdobím spred roka došlo k poklesu dynamiky čerpania eurofondov, čo je alarmujúce vzhľadom na ďalšie vyhliadky v čerpaní týchto zdrojov.

VÝVOJ ROČNÉHO ČERPANIA EUROFONDOV V RÁMCI JEDNOTLIVÝCH OPERAČNÝCH PROGRAMOV K 31. MÁJU 2011

Prvých päť mesiacov tohto roka bolo veľmi úspešných pre operačný program Zdravotníctvo, Regionálny operačný program, ale aj pre operačný program Bratislavský kraj. Tieto programy efektívne naštartovali čerpanie, pričom možno očakávať, že k polroku 2011 predbehnú i stagnujúci operačný program Technická pomoc. Ten sa síce ešte stále drží na čele pomyselného rebríčku čerpania, no od začiatku roku čerpanie nestúplo ani o 0,5 percentuálneho bodu. Táto situácia samozrejme



Vývoj ročného čerpania eurofondov v rámci jednotlivých operačných programov k 31. máju 2011



zvyšuje zaťaženie štátneho rozpočtu, takže je namieste otázka zlepšenia jeho implementácie a správneho využívania. Absolútne kriticky je potrebné hodnotiť OP Informatizácia spoločnosti, a to nielen vo vzťahu k čerpaniu necelých 5 %, ale aj k nízkym interným kvalitatívnym parametrom a jeho neustálym problémom. Je zrejmé, že tento program sa už teraz stal nočnou morou celého Národného strategického referenčného rámca.

Pri hodnotení čerpania eurofondov jednotlivých operačných progamov v rámci Národného strategického referenčného rámca zo záväzku roku 2009 možno konštatovať, že na chvoste čerpania sa naďalej udržiavajú operačný program Informatizácia spoločnosti s nulovým čerpaním, operačný program Vzdelávanie, v ktorom je čerpanie za sledovaný časový záväzok ani nie 17%. Na 100% naopak evidujem čerpanie operačný program Zamestnanosť a sociálna inklúzia, Regionálny operačný program, Doprava, Zdravotníctvo.

Pri záväzku na rok 2010 už došlo k čerpaniu v prípade piatich operačných programov, a to: Zamestnanosť a sociálna inklúzia, Regionálny operačný program, Doprava, Zdravotníctvo a Technická pomoc.

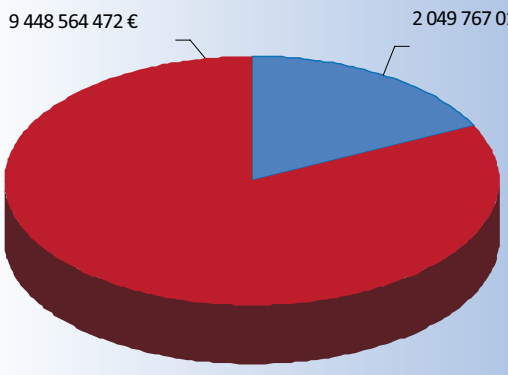
V prípade všetkých sledovaných časových záväzkov ide o z prevažnej väčšiny o projekty z uskutočnených výziev spred júna 2010, pričom k ich čerpaniu dochádzalo hlavne na sklonku minulého kalendárneho roka.

VÝŠKA VYČERPANEJ SUMY EUROFONDOV A VÝŠKA SUMY K ČERPANIU K 31. MÁJU 2011

Doteraz bolo vyčerpaných niečo vyše 2 mld. eur eurofondov v rámci Národného strategického referenčného rámca, čo tvorí necelých 18% celkovej alokácie zdrojov. Od začiatku tohto roka ku koncu mája bolo vyčerpaných len niečo vyše 0,5 mld. eur. Z hľadiska časového záväzku roku 2008 nám ostáva do konca tohto roka vyčerpať takmer 25 mil. eur z operačného programu Informatizácia spoločnosti a zo záväzku roku 2009 viac ako 413 mil. eur, ktoré musíme vyčerpať do konca budúceho roku.

Michal Santai
manažér IHP pre kohéznu politiku

Výška vyčerpanej sumy eurofondov a výška sumy k čerpaniu k 31. máju 2011



Zdroje v grafoch sú použité z oficiálnych dát certifikačného orgánu MF SR a centrálneho koordinačného orgánu Ministerstva dopravy, výstavby a regionálneho rozvoja SR

Európsky menový a fiškálny vývoj v kontexte Slovenska

V júli tohto roku výjde vo vydavateľstve Sprint publikácia riaditeľa Inštitútu hospodárskej politiky, Františka Palka, pod názvom „Európsky menový a fiškálny vývoj v kontexte Slovenska“, ktorá bude slúžiť aj ako učebná pomôcka pre študentov Vysokej školy ekonómie a manažmentu verejnej správy v Bratislave. Publikácia zachytáva vývoj hospodárskej a menovej únie od jej vzniku po súčasnosť. Zvlášť sa zaoberá aj problematikou vstupu Slovenska do eurozóny. Jej aktuálnosť spočíva v zachytení súčasnej situácie v eurozóne a naznačuje aj možný ďalší vývoj v integrácii v rámci Európskej únie. Autor využíva aj priame citácie a výroky minulých aj súčasných vedúcich osobností Európskej únie, čím zvýrazňuje charakter knihy, ktorý je v podobe otvorenej diskusie v hľadaní východiska z dnešnej komplikovanej situácie v eurozóne

red

INŠTITÚT HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

Informácie o IHP

Inštitút hospodárskej politiky je ekonomický think-tank, nezávislá, apolitická a mimovládna nezisková organizácia, založená v októbri 2009 v súlade so Zákonom č. 213/1997 Z. z. o neziskových organizáciách.

Ekonomické a spoločenské poznanie je nekonečné. Je to priestor, pre ktorý je časová a tematická dimenzia vždy len relatívna. Tento priestor nikdy nemožno ohraničiť len aktuálnymi nositeľmi myšlienok a názorov. Aj preto je prirodzené, že IHP má ambíciu sa angažovať práve v tejto interaktívnej a stále sa vyvíjajúcej oblasti.

IHP chce svojimi aktivitami ako účastníka tretieho sektora prispieť k rozvoju slobodnej spoločnosti, založenej na princípe trhovej ekonomiky, v ktorej slobodu a práva občana považuje za najvýznamnejší demokratický princíp spoločnosti. Komentovaním spoločenského diania predovšetkým v ekonomickej oblasti chce podporiť spoločenskú diskusiu o aktuálnych témach, ktoré sa priamo alebo sprostredkovane dotýkajú občanov. Analýzami hlavne v oblasti verejných financií chce predostrieť argumenty pre odbornú, ale aj laickú verejnosť, ktorými by bolo možné obohatiť názorové spektrum, ktoré by sprevádzalo najmä strategické rozhodnutia orgánov štátnej moci v oblasti hospodárskej politiky.

Hlavnými aktivitami IHP sú:

- tvorba analýz vývoja odvetví verejnej správy
- tvorba analýz jednotlivých zložiek hospodárskej politiky vlády SR
- pravidelné kvartálne hodnotenie vývoja čerpania EÚ fondov
- pravidelné kvartálne hodnotenie vývoja verejných financií
- organizovanie konferencií a seminárov na vybrané ekonomické témy
- mediálna prezentácia výstupov vlastnej práce IHP
- mediálne komentovanie krokov vlády a opozície v ekonomickej oblasti
- organizovanie školení
- vydávanie publikácií

IHP sa zaoberá týmito oblasťami najmä z pohľadu vplyvu na udržateľnosť verejných financií, ekonomického rastu a zvyšovania životnej úrovne obyvateľstva:

- Hospodárska politika: fiškálna politika, dane, odvody, priority hospodárskej politiky
- Verejná správa: optimalizácia a modernizácia štátnej správy, vývoj zamestnanosti vo verejnej správe a odmeňovania, fiškálna decentralizácia
- Hospodárstvo: energetika, dopravná politika, podnikateľské prostredie, cestovný ruch, bytová politika
- Menové a fiškálne aspekty EÚ: Pakt stability a rastu, eurozóna, Európa 2020
- Sociálna politika, Penzijný systém a zdravotníctvo
- Financovanie kultúry, vrátane cirkví a verejnoprávnych médií, školstvo, veda, výskum a inovácie
- Enviromentálna politika, pôdohospodárstvo a regionálny rozvoj
- Kohézna politika: štrukturálne fondy, Európsky sociálny fond, Kohézny fond
- Finančný trh: banky, poisťovne, kapitálový trh, dohľad nad finančným trhom

Tím IHP

František Palko, riaditeľ inštitútu, +421 903 127 688; fpalko@ihp.sk
Radko Kuruc, manažér sekcie finančných trhov, +421 905 484 764; rkuruc@ihp.sk
Ľubomír Nebeský, manažér sekcie verejnej správy, +421 911 282 285; lnebesky@ihp.sk
Michal Sántai, manažér sekcie pre kohéznu politiku, +421 902 972 888; msantai@ihp.sk
Zuzana Dobrotková, analytička sekcie pre kohéznu politiku, +421 949 116 036; zdobrotkova@ihp.sk
Igor Kiss, analytik sekcie pre kohéznu politiku, +421 902 295 284; ikiss@ihp.sk

SÍDLO:

Inštitút hospodárskej politiky, n.o., Rýdziková 1, 841 04 Bratislava, Slovenská republika, IČO: 42166802, DIČ: 2022915070, DPH: SK 2022915070

ADRESA KANCELÁRIE:

Inštitút hospodárskej politiky, n.o., Ventúrska 3, 811 01 Bratislava, Slovenská republika